
Perspectivas

Cómo afrontar la complacencia de los mercados — *página 3*

Los mercados hacen una pausa — *páginas 4-5*

La zona euro alcanza un punto máximo — *páginas 5-6*

Resumen de estrategia de inversión — *página 9*

No se trata de otra burbuja tecnológica — *páginas 10-11*

Repunte de fusiones y adquisiciones — *páginas 11-14*

Momento interesante para el sector bancario — *páginas 14-16*

Suiza sobrevive al “Frankenshock” — *páginas 17-19*

Peligros y promesas de la inversión cuantitativa — *páginas 21-22*



¿Al alza o a la baja?

Tras una fuerte subida, los activos de riesgo han ido perdiendo ímpetu, mientras las valoraciones siguen siendo altas y los riesgos persisten. Menos complacencia y nuevos catalizadores serán necesarios para asegurar la salud de los mercados financieros.

INDICADORES ECONÓMICOS Y PREVISIONES

CRECIMIENTO DEL PIB REAL (%)

	2014	2015	2016	2017E		2018E	
				PWM – AA&MR*	Bloomberg previsiones consenso	PWM – AA&MR*	Bloomberg previsiones consenso
EE UU	2.4	2.6	1.6	2.0	2.2	2.3	2.3
ZONA EURO	1.3	1.9	1.7	1.9	1.8	1.6	1.6
Alemania	1.6	1.5	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
Francia	1.0	1.0	1.1	1.5	1.4	1.5	1.5
Italia	0.2	0.7	1.0	1.1	1.1	0.9	1.0
España	1.4	3.2	3.2	2.8	2.8	2.2	2.2
SUIZA	2.0	0.8	1.3	1.4	1.4	1.7	1.7
REINO UNIDO	3.1	2.2	2.0	1.5	1.6	1.0	1.3
JAPÓN	-0.1	0.6	1.0	1.3	1.3	1.0	1.0
CHINA	7.3	6.9	6.7	6.5	6.6	6.2	6.3
BRASIL	0.1	-3.9	-3.6	1.0	0.5	1.7	2.1
RUSIA	0.7	-2.8	-0.2	1.1	1.2	1.4	1.5

INFLACIÓN (%)

	2014	2015	2016	2017E		2018E	
				PWM – AA&MR*	Bloomberg previsiones consenso	PWM – AA&MR*	Bloomberg previsiones consenso
EE UU	1.6	0.1	1.3	2.1	2.3	2.3	2.2
ZONA EURO	0.4	0.0	0.2	1.6	1.6	1.3	1.5
Alemania	0.8	0.1	0.4	1.7	1.7	1.6	1.6
Francia	0.6	0.1	0.3	1.4	1.3	1.3	1.3
Italia	0.2	0.1	-0.1	1.3	1.4	1.1	1.3
España	-0.2	-0.6	-0.3	2.0	2.1	1.4	1.5
SUIZA	0.0	-1.1	-0.4	0.5	0.5	1.0	0.6
REINO UNIDO	1.5	0.0	0.8	2.8	2.7	2.3	2.6
JAPÓN	2.7	0.8	-0.3	0.3	0.6	0.5	0.8
CHINA	2.0	1.4	2.0	1.8	2.0	2.3	2.2
BRASIL	6.3	9.0	8.7	4.8	3.8	5.0	4.4
RUSIA	7.8	15.6	7.1	4.9	4.3	4.8	4.1

* Pictet Wealth Management - Asset Allocation & Macro Research. Datos recopilados el 30 de junio de 2017.

CÓMO AFRONTAR UNA COMPLACENCIA PROGRESIVA



CÉSAR PÉREZ RUIZ

Director de Inversiones
Pictet Wealth Management

“En un contexto de riesgo no desdeñable, parece que la complacencia se afianza progresivamente”

En los dos últimos meses ha habido muchas noticias con potencial para sacudir los mercados. En el terreno político, por ejemplo, las crecientes dificultades del presidente americano Donald Trump por sus presuntos vínculos con Rusia, el sorprendente resultado de las elecciones británicas, y el escándalo de corrupción en torno al presidente Michel Temer en Brasil. El riesgo geopolítico global también permanece alto; nos lo recuerda la decisión de Arabia Saudí y sus aliados de imponer un bloqueo *de facto* a Qatar por su política exterior.

Por último, la Fed no solo subió los tipos de interés como se preveía en marzo y junio, sino que también indicó que el proceso de reducir su balance —que se expandió considerablemente con sus programas QE— podría empezar antes de lo esperado, quizás en el último trimestre de 2017. El efecto es una gran incógnita para los mercados; los bancos centrales nunca habían tenido que retirar volúmenes tan grandes de liquidez.

Pese a estos riesgos, los mercados de renta variable siguen comportándose bien en general, aunque los americanos han estado perdiendo ímpetu, permitiendo que las acciones europeas acorten la brecha de rentabilidad. Pero las valoraciones siguen altas a ambos lados del Atlántico, en más de 17x el PER a 12 meses para el S&P500 y 15,3x para el Stoxx Europe 600, bastante por encima de sus respectivas medias a largo plazo.

Esto refleja una buena perspectiva de los resultados, con un crecimiento estimado de los beneficios de dos dígitos en el ejercicio, y unos datos económicos alentadores mientras la recuperación económica global parece en vías de continuar. El aumento de las fusiones y adquisiciones, especialmente en Europa, que ya hemos resaltado como un acontecimiento del año, es una señal de mejora de la confianza empresarial.

Pero, en un contexto de riesgo no desdeñable, parece que la complacencia se afianza progresivamente. El rendimiento de los bonos soberanos *core* ha caído y la volatilidad parece muy baja en los mercados de renta fija y renta variable, con el VIX oscilando en torno al 10%. La venta masiva de valores tecnológicos a mediados de junio fue un recordatorio del potencial de volatilidad mientras aumentaban las inquietudes sobre la valoración de las empresas “FAANG” (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google).

A principios de junio decidimos que tenía sentido aprovechar la baja volatilidad para recoger beneficios. Redujimos nuestra sobreponderación en renta variable desarrollada. Vendimos también la mayor parte de nuestra asignación a *high-yield* americano, que parecía especialmente expuesto a un aumento de la volatilidad: los diferenciales son muy bajos y no nos parece que capten plenamente el riesgo de impago. Los bonos *high-yield* en EUR ofrecen un mejor equilibrio entre riesgo y rentabilidad, a nuestro parecer, y el hecho de que el BCE esté rezagado en el ciclo de políticas respecto a la Fed posibilita el asumir algo más de riesgo en cuentas en euros. Invertimos el producto de las ventas en bonos corporativos o agregados (combinación de corporativos y soberanos) a corto plazo o en liquidez en USD.

En conjunto, es importante permanecer invertidos. Las rentabilidades han sido buenas este año, y seguimos positivos sobre la perspectiva de los activos de riesgo. Pero, como los mercados empiezan a parecer complacientes, consideramos prudente recoger algún beneficio y adquirir protección antes del verano.



CHRISTOPHE DONAY

Jefe de Estrategia
Responsable de asignación de activos y
de investigación macroeconómica
Pictet Wealth Management

VISIÓN DE MERCADOS

Los mercados hacen una pausa para repostar

Tras una pausa, los mercados podrían reactivarse a finales de año. Pero aún falta una mejor coordinación de las políticas para consolidar la economía global.

A mediados de 2017, el escenario básico que describíamos a principios de año -moderado repunte del crecimiento global e inflación baja- sigue siendo válido en general. Las perspectivas a corto plazo del crecimiento en EE.UU. y en Europa para el resto del año son bastante buenas, y una mejora del panorama laboral podría influir en la inflación. Los indicadores adelantados apuntan en la dirección correcta y la economía mundial en general parece estar en un ciclo alcista sincronizado.

La pregunta que cabe hacerse ahora sobre los mercados globales es si estas condiciones favorables serán sostenibles. Desafortunadamente, en este aspecto, el panorama es algo borroso, dado que faltan iniciativas coordinadas en materia de política económica para sustentar la reciente recuperación económica. Pero estamos lejos de poder ver tales iniciativas. Observando Europa, Asia y América, vemos

unas políticas económicas que carecen de coordinación y cooperación. La tendencia alcista y aparentemente sincronizada del crecimiento global que estamos experimentando ahora podría resultar una casualidad temporal si no es respaldada por una política adecuada y sostenible. Se necesita más ímpetu político para consolidar

“La renta variable sigue teniendo potencial de fuertes ganancias”

las economías. Pero de momento, no vemos ningún motivo racional para mejorar el escenario que describimos en enero en lo que respecta al crecimiento y la inflación para este año y el próximo.

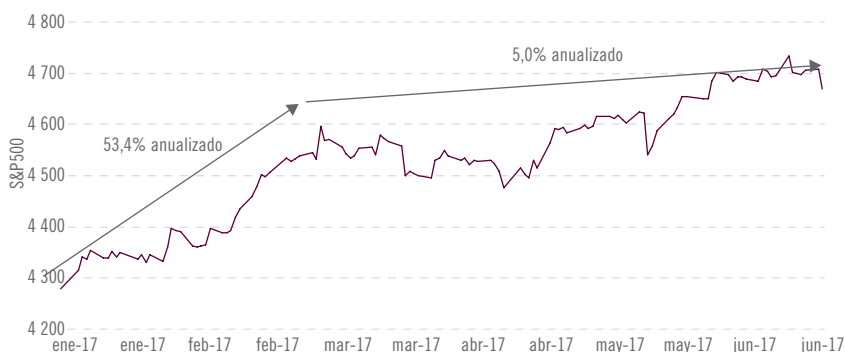
¿Qué significa esto para los mercados, en particular para los de renta variable? Creemos que la falta de

impulso político podría implicar una prolongación de la pausa actual de los mercados de renta variable hasta que aparezcan nuevos catalizadores. Esta pausa también puede verse en la pérdida de ímpetu en los mercados de EE.UU. La subida anualizada superior al 50% registrada por el S&P500 durante las primeras semanas del año se redujo al 6% entre marzo y finales de junio, y han empezado a ponerse a prueba las altas valoraciones (como muestra la breve pero intensa caída de los valores tecnológicos a principios de junio). El mismo fenómeno se observa en Europa desde mayo, donde el impulso provocado por el retroceso del populismo político se ha evaporado y los mercados empiezan a descontar una “normalización” de la política del BCE.

Sin embargo, no nos sentimos necesariamente pesimistas en cuanto a las perspectivas de la renta variable. Las valoraciones siguen siendo superiores a sus medias a largo plazo, pero justificadas por el crecimiento de los beneficios, que podría continuar hasta el año que viene. Actualmente esperamos un crecimiento de los beneficios empresariales del orden del 10-12% en EE.UU. y en Europa, por lo que sigue habiendo un potencial de crecimiento de dos dígitos de los precios en ambas zonas.

Pero los mercados en general no empezarán a descontar sus proyecciones de crecimiento de los beneficios hasta finales de este año. Hasta entonces, los activos de riesgo podrían continuar estancados. Y aunque aún esperamos que la Administración Trump implemente un paquete de

PÉRDIDA DE ÍMPETU DEL S&P 500 ESTE AÑO



Datos al 3 de julio 2017
Fuentes: PWM - AA&MR, Factset

medidas fiscales y de gasto, suponemos que habrá que esperar hasta las últimas semanas de este año para apreciar algo concreto. Hasta entonces, es difícil ver qué podría impulsar un alza notable de los mercados de renta variable.

La resistencia del crecimiento, y en particular la mejora de los mercados laborales en EE.UU. y Europa, nos lleva a pensar que el denominado “reflation trade”, basado en un retorno de la inflación y expansión económica, podría no haber concluido,

a pesar de un creciente escepticismo entre los participantes en el mercado. No obstante, es muy probable que los mercados continúen buscando una dirección durante los próximos meses hasta que entren en juego nuevos catalizadores. ■



FREDERIK DUCROZET

Economista senior para Europa
Pictet Wealth Management

ECONOMÍA DE LA ZONA EURO

Mejor... imposible

En vista de unos datos muy positivos, Pictet Wealth Management ha elevado su previsión de crecimiento de la zona euro, pero esperamos cierta moderación a finales de este año.

Los datos relativos a una actividad más fuerte de lo esperado y ciertas revisiones estadísticas han hecho subir nuestras previsiones de crecimiento del PIB de la zona euro para este año. Pero, aunque nuestro escenario central sigue previendo un crecimiento vigoroso y superior al potencial y una escasa presión inflacionista, no hemos hecho cambios relevantes en nuestras previsiones para el segundo semestre de 2017 y más adelante.

Tras la publicación de las cuentas nacionales detalladas en el pri-

mer trimestre, en las que se revisó el crecimiento al 0,6% intertrimestral en el primer trimestre (frente a la estimación previa del 0,5%), hemos ajustado al mercado nuestras previsiones, teniendo en cuenta también importantes revisiones de datos anteriores. Grandes revisiones al alza en países tales como Francia, Italia, Austria, Irlanda, Finlandia y Grecia, elevaron automáticamente nuestras previsiones de crecimiento anual, sin ningún cambio en nuestro perfil de crecimiento del PIB europeo.

Ahora esperamos que el PIB real

VARIACIÓN EN LAS PREVISIONES DE PICTET WEALTH MANAGEMENT SOBRE EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN EN EUROPA, 2017 Y 2018

	Crecimiento PIB real					Inflación general				
	2016	2017	2017 (Previsión enero 2017)	2018	2018 (Previsión enero 2017)	2016	2017	2017 (Previsión enero 2017)	2018	2018 (Previsión enero 2017)
ZONA EURO	1.7%	1.9%	1.5% ↑	1.6%	1.5%	0.2%	1.6%	1.5%	1.3%	1.5% ↓
Alemania	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	0.4%	1.7%	1.6%	1.6%	1.8%
Francia	1.1%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%	0.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
Italia	1.0%	1.1%	0.7%	0.9%	0.9%	-0.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%
España	3.2%	2.8%	2.4%	2.2%	2.2%	-0.3%	2.0%	1.9%	1.4%	1.7%
REINO UNIDO	2.0%	1.5%	1.1% ↑	1.0%	1.2% ↓	0.8%	2.8%	3.0% ↓	2.3%	1.5% ↑
SUIZA	1.3%	1.4%	1.4%	1.7%	1.7%	-0.4%	0.5%	0.4%	1.0%	0.9%

Fuente: Pictet WM--AA&MR, 29 junio 2017.

1,9%

Nuestra previsión de crecimiento de la zona euro para 2017

de la zona euro crezca un 1,9% de media este año, tras un 1,7% en 2016 y 1,9% en 2015, con ciertos riesgos alcistas residuales. En términos generales, más de la mitad de la subida de nuestras previsiones se debe a revisiones de datos anteriores, mientras que el resto se debe a que los datos sobre sentimiento y actividad son más fuertes de lo esperado en el primer semestre de 2017. Automáticamente, si todo sigue igual en el segundo semestre de este año, nuestra previsión de crecimiento anual del PIB para 2018 pasa del 1,5% al 1,6%. A pesar de la mejora en Francia y de una desaceleración del crecimiento en España, no prevemos ningún cambio importante en el ranking por crecimiento de los países (véase Gráfico).

En conjunto, la nueva información que ha salido a la luz durante los seis últimos meses indica que gran parte de la convergencia entre los datos subjetivos y objetivos se debe a las revisiones al alza de estos últimos. Dicho esto, los datos de las encuestas relativas al segundo trimestre hasta ahora siguen siendo más positivos que los últimos datos objetivos publicados sobre el crecimiento. El último dato del PMI compuesto es ahora coherente con el crecimiento del PIB de la zona euro del 0,7% intertrimestral en el segundo trimestre.

Prevedemos una continuación de las firmes condiciones internas para el segundo semestre, gracias a la caída del desempleo, el aumento del crédito bancario y el gasto en inversión (incluyendo construcción). A corto plazo, los menores precios de la energía deberían respaldar el poder adquisitivo de los hogares durante más tiempo de lo inicialmente previsto. Los detalles del PIB del primer trimestre revelaron que la demanda interna seguía siendo el principal motor de crecimiento en la zona euro. España y Alemania siguieron evolucionado mejor que la región, mientras que algunos países rezagados están repuntando, Francia en particular.

SE PREVÉ UNA MODERADA DESACELERACIÓN

Esto no quiere decir que todos los obstáculos hayan desaparecido. Aún esperamos una desaceleración moderada del ritmo de expansión econó-

mica, aunque sólo sea porque consideramos que unas tasas de crecimiento trimestral del 2% son difícilmente sostenibles en la zona euro. La incertidumbre política no ha desaparecido tras las elecciones francesas. Italia sigue siendo el (único) problema relevante en el ámbito europeo, a la espera de sus elecciones a principios del año que viene. La reciente apreciación del euro ponderado por el comercio lastrará probablemente las perspectivas de las exportaciones y la inflación en la zona euro. En cambio, el impacto del *Brexit* en el resto del continente ha sido insignificante, contribuyendo a la resistencia de la confianza empresarial general durante el año pasado.

En conjunto, esperamos que el crecimiento del PIB de la zona euro se modere pero siga cómodamente por encima del potencial en un futuro previsible, en torno al 1,75% en términos anualizados. Esto implica una reducción gradual pero constante de la brecha de producción, que podría cerrarse en 2019. Seguimos previendo un aumento muy gradual de la inflación subyacente en ese mismo lapso de tiempo, posiblemente hasta un 1,5% en 2019, pero no mucho más, ya que la histéresis (es decir, el impacto retardado del alto desempleo) continúa limitando cualquier repunte más fuerte del crecimiento de los salarios, en particular.

Los mayores riesgos alcistas que señalábamos anteriormente no se han materializado todavía. Es cierto que, tras la elección de Emmanuel Macron, parece haber un renovado interés por nuevas iniciativas para aumentar la integración europea, empezando por una mayor cooperación en defensa, pero un «gran pacto» entre Francia y Alemania podría tardar varios años en dar resultados. ■



JEAN-PIERRE DURANTE

Director de Investigación aplicada
Pictet Wealth Management

PRECIOS DEL PETRÓLEO

Fluctuando según el viento

Los precios del petróleo han ido bajando últimamente, defraudando las expectativas de los productores tradicionales. Los analistas de Pictet no aprecian una dinámica que pueda dar lugar a cambios decisivos de los precios en el corto plazo.

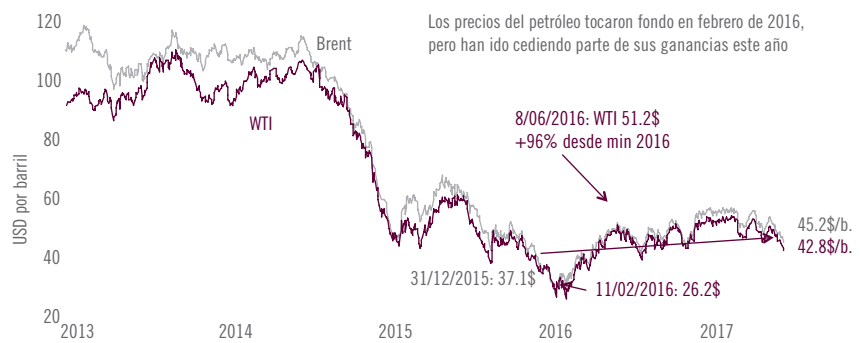
A finales de junio, los precios del Acruado habían bajado un 20% respecto a los máximos registrados a principios de enero, acelerándose incluso la caída de precios tras el acuerdo alcanzado en mayo por la Organización de Productores Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros grandes productores, como Rusia, de prolongar los recortes de producción.

La caída de los precios puede atribuirse a varios factores, incluyendo el

escepticismo sobre el grado de cumplimiento de los recortes acordados, el incremento de la producción en países no incluidos en el acuerdo, como Libia y Nigeria, un repunte más fuerte de lo esperado en la producción de petróleo de esquisto en EE.UU., excesivos inventarios y simple especulación en el mercado.

El resultado ha sido que a finales de junio los precios del petróleo estaban algo por debajo del nivel de equi-

GRÁFICO 1: PRECIOS DEL PETRÓLEO WTI Y BRENT

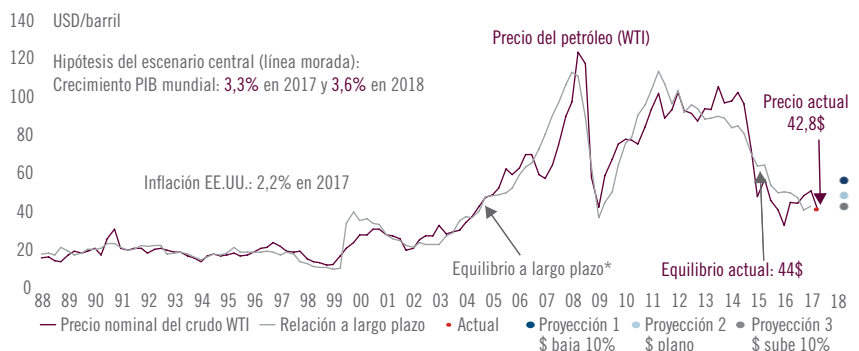


Los precios del petróleo tocaron fondo en febrero de 2016, pero han ido cediendo parte de sus ganancias este año

Datos al 21 de junio 2017

Fuentes: Thomson Reuters, Pictet WM – AA&MR

GRÁFICO 2: PRECIO DE EQUILIBRIO DEL PETRÓLEO WTI



* Basado en la relación de cointegración entre precio del petróleo, USD y crecimiento económico mundial

Datos al 21 de junio 2017
Fuente: Pictet WM-AA&MR, cálculos basados en datos de Thomson Reuters

libro según nuestros cálculos (véase recuadro), mientras que nuestro análisis a principios de año nos decía que los mercados se habían vuelto demasiado optimistas sobre el potencial de los precios del petróleo. Según nuestro análisis, los precios al contado deberían seguir en torno a 50 USD el barril, bastante por debajo de ciertas previsiones de principios de año según las cuales los precios superarían el umbral de los 60 USD en 2017.

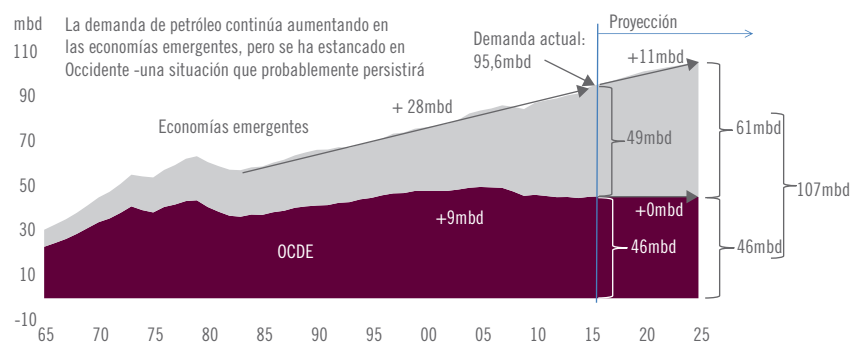
CHOQUES TECNOLÓGICOS

Dos choques tecnológicos ayudan a explicar por qué el mercado del petróleo ha tenido dificultades para equilibrar la oferta y la demanda. Primero, la tecnología ha permitido una transición mucho más rápida de lo previsto hacia la energía alternativa, con el resultado de que la demanda de petróleo en el mundo desarrollado se ha mantenido plana y se prevé que así siga. Segundo, en EE.UU. los productores de petróleo de esquisto han logrado reducir notablemente los costes de producción, de tal forma que el precio de equilibrio del petróleo de esquisto, que estaba en torno a 80 USD en 2014, podría haber bajado a 35 USD el barril.

El 22 de junio, el petróleo WTI cotizaba a 42,8 USD el barril, por debajo pero muy cerca del precio de equilibrio, que estimamos en 43,6 USD. Nuestro análisis también indica que, salvo en caso de una crisis geopolítica, no se observa una dinámica que vaya a impulsar de forma significativa los precios al alza o a la baja en el momento actual.

Conforme a nuestro escenario central que prevé un crecimiento global del 3,3% en 2017 y del 3,6% en 2018 y suponiendo que el USD ponderado por el comercio permanezca estable y que no se produzcan choques imprevistos, el precio de equilibrio del petróleo podría ascender en torno a 51 USD durante los 12 próximos meses. ■

GRÁFICO 3: EL CRECIMIENTO DE LA DEMANDA DE PETRÓLEO SE HA ESTANCADO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS



MODELO DE PRECIOS DEL PETRÓLEO

Nuestra previsión de los precios de equilibrio del petróleo se basa en la relación a largo plazo entre los precios del petróleo, el crecimiento global y el USD. Durante los dos últimos años, en los que los precios de mercado han caído de forma vertiginosa y después han vuelto a subir, este modelo ha resultado ser un indicador fiable de las tendencias de los precios del petróleo.

43,6 USD
Nuestra estimación del precio de equilibrio del petróleo

Resumen de estrategia de inversión

Resumen de la postura de Pictet Wealth Management sobre clases de activos*.

POSTURA POR CLASES DE ACTIVOS

- Los mercados parecen excesivamente complacientes actualmente. La volatilidad es inusualmente baja, en parte porque la correlación entre activos ha disminuido (por lo que es un buen momento para la gestión activa). Y así seguirá incluso si la volatilidad de los activos individuales aumenta (salvo en caso de un «crash»).
- Como empieza a retirarse el apoyo de los bancos centrales, la volatilidad podría aumentar. Pero el crecimiento económico y de los beneficios sigue siendo bueno.
- Continuamos ligeramente largos en renta variable, puesto que los fundamentales son positivos, pero hemos comprado opciones *put* sobre el S&P 500 como protección contra los riesgos bajistas.

MATERIAS PRIMAS

- Los precios del petróleo han caído en los últimos meses pero están ahora cerca de nuestra estimación del precio de equilibrio (en torno a 44 USD/barril). Por lo tanto, salvo en caso de un choque geopolítico, no se observa una fuerte dinámica que vaya a impulsar los precios al alza o a la baja.

RENTA VARIABLE

- La ralentización del crecimiento del mercado ha ocurrido en Europa más tarde que en EE.UU., pero el margen europeo para seguir generando una rentabilidad relativa superior está reduciéndose.
- Los bancos centrales han mostrado últimamente señales de estar convirtiéndose en una fuente de volatilidad más que de estabilidad para los mercados.
- Hasta que los mercados empiecen a descontar los beneficios de 2018 a finales de este año, la renta variable puede marcar una pausa y la volatilidad podría aumentar. La volatilidad ofrece el potencial de generar mayores oportunidades tácticas.

RENTA FIJA

- Los rendimientos soberanos aumentarán probablemente, como reflejo de la normalización de la política y la probabilidad de mayor inflación. La reducción del balance de la Fed contribuirá moderadamente al alza de los tipos americanos.
- El crédito se ha encarecido. El *high-yield* en USD parece especialmente expuesto a un incremento de la volatilidad.
- El *high-yield* en euros ofrece por ahora un mejor equilibrio riesgo/rentabilidad,

NUESTRA POSTURA ACTUAL POR CLASES DE ACTIVOS**

CLASE DE ACTIVO	POSTURA				
	Muy bajista	Bajista	Neutral	Alcista	Muy alcista
LIQUIDEZ/DIVISAS					
USD (frente a divisas emergentes y del G10)				█	
EUR (frente a USD)			█		
CHF (frente a USD)			█		
RENTA VARIABLE DESARROLLADA					
EE.UU.				█	
ZONA EURO				█	
EUROPA			█		
JAPÓN				█	
RENTA VARIABLE EMERGENTE					
ASIA			█		
LATAM		█			
BONOS SOBERANOS					
EE.UU.		█			
EURO PERIFERIA		█			
EURO CORE		█			
MERC. EMERGENTES USD			█		
MERC. EMERGENTES MONEDA LOCAL			█		
BONOS CORPORATIVOS					
HIGH-YIELD EE.UU.		█			
INVESTMENT-GRADE EE.UU.				█	
HIGH-YIELD EUR			█		
INVESTMENT-GRADE EUR			█		
MERC. EMERGENTES MONEDAS FUERTES			█		
ORO			█		
HEDGE FUNDS				█	
PRIVATE EQUITY				█	
INVERSIONES INMOBILIARIAS				█	

*Al 5 de junio 2017

** Horizonte de 3-6 meses

especialmente porque el BCE está muy por detrás de la Fed en el ciclo de su política.

ALTERNATIVOS

- Los hedge funds están disfrutando de un alfa significativo en un entorno favorable para las estrategias M&A en particular.
- Las valoraciones, la competencia y las entradas de capital siguen siendo altas en el *private equity*, pero sigue habiendo buenas oportunidades de rentabilidades atractivas en nichos regionales, industriales y del mercado medio.
- El ciclo inmobiliario puede estar cambiando. Los activos cuyos flujos de ingresos puedan adaptarse al aumento de la inflación deberían resultar especialmente atractivos.

AVISO: La postura por clases de activos se presenta solo a efectos ilustrativos. En general, las asignaciones de activos variarán según los inversores, dependiendo en particular de sus circunstancias individuales, tolerancia al riesgo, objetivos de rentabilidad y horizonte temporal. Por lo tanto, la asignación de activos indicada en esta publicación puede no ser apropiada para todos los inversores y no deberá utilizarse como base para una decisión de inversión.



CHRISTOPHER SEILERN

Analista financiero senior
Pictet Wealth Management

VALORES TECNOLÓGICOS

Algunos precios son altos, pero no estamos ante otra burbuja tecnológica

Hay sin duda ciertos títulos sobrecomprados en el sector tecnológico, pero no se está produciendo una repetición de la burbuja puntocom

VALORES TECNOLÓGICOS: LOS RATIOS PRECIO/BENEFICIOS NO ESTÁN LEJOS DE LOS DEL MERCADO EN GENERAL (1997-2017)



Datos al 19 de junio de 2017
Fuentes: Bloomberg, Pictet Equity Research

El comienzo de junio se vio marcado por un par de sesiones bursátiles dramáticas, con una fuerte caída de los valores tecnológicos. Algunas pérdidas se recuperaron, y a finales de junio la rentabilidad del sector tecnológico seguía siendo el doble de la del mercado en general este año.

Pero uno de los aspectos más sorprendentes de los mercados de renta variable durante los últimos doce meses fue precisamente el buen comportamiento del sector tecnológico. Tanto los medios convencionales como los expertos del mercado se deshacen en elogios sobre un título tecnológico u otro, hasta el punto de que la palabra burbuja se usa con frecuencia.

¿Han alcanzado niveles de burbuja los valores tecnológicos? ¿Y es la volatilidad de principios de junio precursora de que lo peor está por venir? ¿Debería preocuparse la gente? En pocas palabras, la respuesta a las tres preguntas es realmente no, pero se requiere algo de prudencia y cuidado.

Primero, a simple vista, algo de cierto hay en los rumores de burbuja, pues el ratio precio-beneficios (PER) del sector se encuentra en un máximo de siete años frente al del mercado. Esa prima se sitúa en 1,11x actualmente. Pero antes de apresurarnos a sacar conclusiones, deberíamos recordar que la banda en los últimos cinco años ha estado entre 1,0x y 1,10x, de manera que los niveles actuales son elevados, pero no exageradamente.

Segundo, estamos muy lejos de lo que vimos en el año 2000. Entonces, el ratio PER de la tecnología tocó techo en más de 55x (más del doble de

18x

Ratio precio/beneficios del sector tecnológico americano

la media del mercado), frente al actual 18x. En términos simples, las valoraciones son altas en relación con la historia reciente, pero muy inferiores a lo que calificamos de la burbuja puntocom en el año 2000.

Tercero, las empresas tecnológicas generan actualmente cantidades prodigiosas de *cash flow*, mientras que la burbuja puntocom se vio marcada por una falta casi completa de valor fundamental: todo el mundo sabía que era una burbuja y la situación entonces era como el juego de las sillas, sin invertir.

Ahora sucede lo contrario. La mayoría de las grandes capitalizaciones tecnológicas generan mucho más efectivo que empresas destacadas de otros sectores. Por ejemplo, los 53.000 millones de USD de *cash flow* disponible de Apple el año pasado equivalen a tres veces el de Johnson & Johnson, cuatro el de Nestlé, y cinco el de ExxonMobil o de Roche.

Y esta generación de efectivo no es solo característica de vacas lecheras hipermaduras. Algunas de las megacapitalizaciones tecnológicas “no tan viejas y aún creciendo” producen también cifras prodigiosas. Google (cuota de mercado del 17% del gasto en publicidad, con un crecimiento del ~15%) generó 28.000 millones de USD el año pasado, Facebook (cuota de mercado del 5%, crecimiento >30%) 12 millones de USD, y Amazon, con solo un 2% aproximadamente de las ventas minoristas en EE.UU., generó 10.000 millones de USD. Así pues, el caso del crecimiento de los beneficios entre algunas megacapitalizaciones tecnológicas sigue siendo bastante sólido.

Pero existe también un rincón del sector cuyas valoraciones están volviéndose un poco ridículas. Las cotizaciones de Tesla (coches eléctricos), nVidia (chips para centros de datos) e incluso Micron (chips de memoria)

han experimentado aumentos que van mucho más allá del crecimiento de sus beneficios, o incluso de lo que podría justificar su crecimiento futuro. Tesla, por ejemplo, no tiene beneficios, pero su acción ha subido un 75% en los 12 meses hasta el final de junio, y nVidia ha subido un 233%, mientras sus beneficios lo han hecho “solo” un 132%.

Así pues, ¿hacia adónde nos dirigimos? Claramente, algunos títulos sobrecorridos que presentan un déficit de crecimiento se encuentran en riesgo. En cuanto a los demás, creemos que muchos de ellos alcanzarán sus múltiplos, algo elevados. Y, en algunos casos, eso sucederá mucho más rápido de lo que muchos piensan. Pero, al final, una pizca de sentido común debería ser el ingrediente principal a la hora de evaluar el potencial de los valores tecnológicos. ■



FRANK BIGLER

Responsable de análisis de inversión en renta variable
Pictet Wealth Management

FUSIONES Y ADQUISICIONES EUROPEAS

Europa alcanza el nivel de EE.UU.

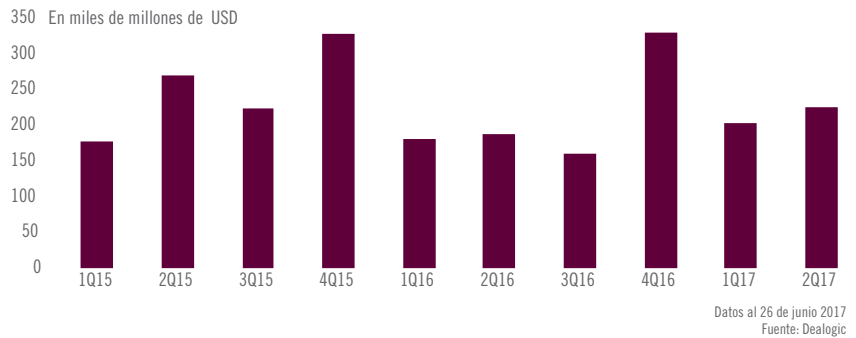
Los volúmenes de las operaciones en el Viejo Mundo aumentaron considerablemente en el primer semestre. Y hay señales de que el ritmo de crecimiento podría mantenerse durante algún tiempo.

En reflejo de unas condiciones de financiación baratas, valoraciones infladas de la renta variable y balances con abundante liquidez, la actividad de M&A en Europa siguió boyante durante el primer semestre de 2017. Los fuertes resultados financieros del primer trimestre y el continuo ímpetu de los beneficios en el segundo, junto con la disminución del riesgo político, están avivando el instinto animal, como muestran unos niveles de confianza empresarial no vistos en un largo tiempo en Europa. El valor total estimado de las transacciones ascendía a 429.000 millones de USD al final de junio, según Dealogic, un 18% más que en el mismo período del año pasa-

do, mientras que los volúmenes de las operaciones bajaron 19% en EE.UU. y 6% en Asia en el mismo período.

El primer trimestre comenzó con fuerza, con el anuncio de dos grandes operaciones: el gigante americano del sector sanitario Johnson & Johnson compró la suiza Actelion, y el fabricante francés de lentes ópticas Essilor International se fusionó con el fabricante italiano de monturas Luxottica. Estas dos operaciones ascendieron a 50.000 millones de USD. La mayor operación anunciada en el segundo trimestre fue la compra por Atlantia, una operadora italiana de autopistas de peaje y aeropuertos, del grupo español de infraestructuras Abertis por un valor total de

VALOR DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EUROPA,



34.000 millones de USD, la mayor operación en lo que va de año en Europa. Hubo también varias más pequeñas. Algunas pueden considerarse claramente estratégicas, con empresas que compran tecnología o cuota de mercado, pero otras surgen de consideraciones mucho menos fundamentales. Este es el caso de los grupos chinos, cuyo activismo en operaciones M&A europeas es a juicio de muchos una tapadera de fugas de capital de China. Pero el regulador bancario chino probablemente ha puesto fin a esta tendencia ordenando que los bancos nacionales comprueben el riesgo sistémico que presentan las estrategias de adquisición de las grandes empresas.

LAS CONDICIONES SEGUIRÁN SIENDO FAVORABLES

De cara al futuro, esperamos que el Banco Central Europeo, como la Reserva Federal americana, adopte un enfoque muy prudente sobre la retirada de la política acomodaticia. Por ello, es probable que las condiciones financieras sigan siendo favorables al menos durante el resto de 2017 y entrado 2018 en Europa.

En las últimas semanas, varios grupos han emitido deuda para financiar grandes operaciones anunciadas a finales del año pasado. Por ejemplo, Reckitt Benckiser salió al mercado para refinanciar un préstamo puente de 8.000 millones de USD destinado a completar su adquisición de Mead Johnson. La emisión tuvo una buena acogida, y las condiciones finales bajaron 23 puntos básicos desde el precio inicial. Hubo una sobresuscripción de 2,7 veces, lo que da fe del apetito del mercado por dichas ofertas. Este entorno de tipos bajos y la búsqueda

de rentabilidad extra por parte de los inversores en renta fija presentan una oportunidad única para que las empresas financien operaciones en términos favorables.

Además, el efectivo disponible de las empresas probablemente se expanda al mejorar las condiciones empresariales. Esperamos que el *cash flow* de las empresas del Stoxx Euro 600 crezca un 18% este año. No se considera que la inversión en bienes de capital aumente significativamente dado que las tasas de utilización no son muy elevadas y todavía existe capacidad improductiva. Por ello, no nos sorprende que las expectativas del mercado apunten a un crecimiento del 22% interanual del *cash flow* disponible sobre la cifra de 300.000 millones de USD del año pasado. Por último, un entorno empresarial sólido (incluso si el ímpetu del crecimiento disminuye ligeramente en el segundo semestre, como esperamos) continuará sin duda impulsando el instinto animal en las salas de consejo europeas, facilitando la toma de decisiones estratégicas.

Por lo tanto, esperamos que la actividad de M&A siga siendo fuerte. Buscando nuevos catalizadores del crecimiento en un mercado maduro, las grandes empresas de productos de consumo parecen particularmente predisuestas a más operaciones. Los sectores con abundante liquidez como sanidad y tecnología también seguirán siendo activos a medida que traten de complementar su oferta de productos. Pero incluso sectores más cíclicos, que se han incorporado más recientemente, podrían volverse más activos, como demuestra la absorción por Peugeot de su rival Opel comprado a General Motors. ■



GREGORY KUNZ

Analista del sector consumo
Pictet Wealth Management

FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EE.UU.

Una revolución minorista en ciernes

Anunciada a mediados de junio, la propuesta absorción por Amazon del minorista premium Whole Foods es una respuesta innovadora a las cambiantes tendencias del consumo. Entrevista con Gregory Kunz.

Aparte de considerarla uno de los ejemplos de mayor alcance de convergencia entre el comercio físico y el comercio *online*, ¿cómo interpreta la propuesta absorción de Whole Foods por parte de Amazon?

Recuerde que Amazon lleva ya 10 años operando con Amazon Fresh, su filial de comercio electrónico de alimentación. Aunque sigue siendo pequeña, demuestra que Amazon tiene ideas sobre el modo en que el comercio minorista de alimentación *online* podría funcionar en EE.UU., que sigue muy por detrás de Europa y otros países en este aspecto. Las ventas de alimentos *online* en EE.UU. representan menos del 2% del total, frente al 17% de Corea del Sur, por ejemplo. Por medio de su base de datos, Amazon ya posee un gran conocimiento del comportamiento del consumidor e incluso está empezando a usar el aprendizaje automático para gestionar los productos frescos; junto con Whole Foods, está bien situada para hacer que una red de tiendas minoristas interactúen mejor con una plataforma *online*.

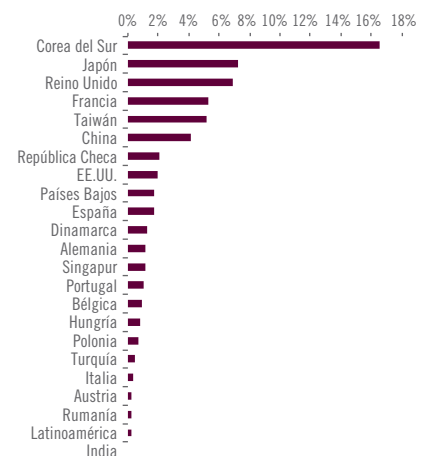
Esencialmente, la iniciativa de Amazon puede considerarse una respuesta al modo en que está cambiando el comercio minorista. Podemos verlo en el continuo declive de los centros comerciales en EE.UU. La gente siente cada vez menos necesidad de emplear su precioso tiempo de ocio comprando, salvo que eso le ofrezca algún tipo de experiencia única. Podría consistir en visitar la tienda de una marca de lujo para gastar mucho dinero en un solo artículo como un bolso, pero no en salir de compras para encontrar camisetas baratas. Del mismo modo, en los comestibles, puede uno imaginarse el desarrollo

de una propuesta de “clic y pago” para los productos básicos y del día a día, mientras que el espacio físico se dedica cada vez más a productos con margen elevado que no se venden fácilmente *online*, como los alimentos frescos de alta calidad. Teniendo esto en cuenta, el posicionamiento de Whole Foods en el extremo más alto del mercado de la alimentación en EE.UU. (con un margen de beneficio bruto de casi 35%) representa un encaje perfecto para la pericia comercial de Amazon *online*.

¿Qué otras posibilidades explorará Amazon con Whole Foods?

Amazon podría usar las tiendas de Whole Food como centros de distribución, incrementando su actual negocio de entrega de comestibles comprados *online* y podría reinventar la concepción de los espacios dedicados al comercio minorista, usando

PENETRACIÓN DE LA VENTA *ONLINE* DE ALIMENTACIÓN



Datos al 31 de diciembre 2016
Fuentes: Kantar, Statista, JP Morgan

su marketing *online* para incitar a los consumidores a que los visiten. La vinculación ofrece asimismo la posibilidad de incrementar las ventas de marca propia, que también están menos desarrolladas en EE.UU. que en Europa. Juntas, Amazon y Whole Foods podrían construir un negocio de marca privada como propuesta de calidad y poco a poco desplazar a las marcas nacionales. Podríamos incluso ver un aumento de la presión sobre los fabricantes de alimentos y bebidas para que adapten su estrategia y sean útiles para los nuevos consumidores.

¿Qué significa esta operación para otros minoristas?

La unión Amazon-Whole Foods ha influido sin duda en las juntas directivas de otras empresas minoristas.

Creemos que algunas se sentirán obligadas a impulsar seriamente su actividad *online* y optimizar el uso de sus redes. En otras palabras, creemos que abrir cada vez más tiendas físicas para llegar mejor a los clientes es algo del pasado y que lo primordial ahora es tener una propuesta multicanal sólida.

Creemos también que la operación Amazon-Whole Foods podría acelerar la consolidación entre los minoristas de alimentación. Las enormes inversiones que una revolución minorista puede requerir podrían ser excesivas para algunas empresas más débiles, que tal vez simplemente desaparecieran. Pese a los bajos márgenes, el comercio minorista de alimentación genera una gran cantidad de efectivo. Pero los minoristas que se han vuelto

adictos a la distribución de efectivo sacrificando al mismo tiempo las inversiones pueden encontrarse más cerca de un punto sin retorno tras la operación de Amazon.

Además, algunos minoristas de alimentación, especialmente en EE.UU., se beneficiarían de nuevas propuestas de valor. Pero los disruptores digitales como Amazon no son necesariamente el único catalizador. No deberíamos olvidar que las tiendas de descuento ejercen cada vez más presión en las demás y que Lidl acaba de abrir su primera tienda en EE.UU. en junio. Lidl y otras similares podrían obligar a las empresas de EE.UU. a adaptar su propia oferta en respuesta, con unos precios aún más competitivos y, potencialmente, más atención a la calidad. ■



YANN GOFFINET

Analista financiero senior
Pictet Wealth Management

EL SECTOR BANCARIO

Animándose y preparado para nuevos retos

Los rumores sobre la muerte del sistema bancario se han exagerado mucho, pues los bancos europeos se recuperan y la perspectiva a corto plazo en EE.UU. es positiva, aunque tal vez siga habiendo importantes riesgos de crédito en China. Así lo sostenía Yann Goffinet en una entrevista reciente.

¿Cómo juzgaría el estado del sector bancario en EE.UU. tras su reciente viaje?

Tras varios meses de rentabilidad superior a la media, en torno a la elección de Donald Trump el pasado noviembre, la evolución de los bancos americanos ha sido decepcionante en lo que va de año. Así es pese a que las subidas de los tipos de interés (dos subidas de la Fed este año, y seguramente una más) están siendo positivas para los márgenes financieros netos de los bancos, con el precio de alrededor de dos tercios de los préstamos bancarios referenciados al Libor, que está subiendo junto con los tipos

oficiales americanos. Sin embargo, los inversores dudan de la habilidad de la Administración Trump para cumplir promesas de reformas fiscales y gasto en infraestructuras que habrían favorecido a la economía y la banca.

Por ello, los rendimientos de los bonos han bajado, cediendo la mitad de la subida registrada antes y después de las elecciones de noviembre. Se observa una fuerte correlación entre el comportamiento de los títulos bancarios y los rendimientos de los bonos: la rentabilidad relativa de los primeros tiende a subir paralelamente al rendimiento de la deuda pública a 10 años (tanto en EE.UU. como en Europa). Los bancos volverán a

resultar más atractivos cuando los rendimientos de los bonos aumenten decididamente, como esperamos.

Nos parece que la potencial reactivación de cualquier tipo de estímulo fiscal (sea reforma fiscal o gasto en infraestructuras) no está descontándose en un momento en el que los republicanos se sienten cada vez más presionados para cumplir la agenda de Trump antes de las elecciones de mitad de mandato el año próximo. Esto podría ayudar a los bancos americanos. El crecimiento de los préstamos bancarios ha disminuido en los últimos meses, pero podría volver a despegar con un catalizador como rebajas de impuestos o menos incertidumbre.

El mercado puede no estar descontando otros acontecimientos que afectan a los bancos americanos. La regulación introducida desde la crisis financiera exige a los bancos que mantengan grandes cantidades de capital y liquidez para que sean más seguros. A partir de ahora, el péndulo puede volver a virar hacia una menor regulación bancaria. A principios de junio, el Departamento del Tesoro de EE. UU. anunció unas 100 propuestas para reducir la carga de la regulación a la banca, dos tercios de las cuales no necesitan la aprobación del Congreso para su promulgación. De adoptarse, estas propuestas deberían dar lugar a más creación de crédito y menos gastos para los bancos, así como menos exigencias de capital y liquidez. Así pues, tras años de tener que cumplir unas normas cada vez más estrictas, se prevé una desregulación. Como suele decirse, «personnel is policy» (el personal es la política), y la Administración quiere nombrar para puestos regulatorios clave a expertos dispuestos a aceptar su deseo de reducir la carga de la regulación para la banca. Un ejemplo puede ser Randal Quarles, a quien muchos consideran «simpatizante» de la banca, y de quien se dice asumirá la función de máximo supervisor bancario en la Fed.

¿Dónde ve el riesgo de una nueva crisis financiera?

Mirando a los mercados desarrollados, puede verse alguna bolsa de riesgo en áreas como el

crédito al consumo, las tarjetas de crédito y los préstamos para compra de automóviles en EE. UU. y, potencialmente, también en el Reino Unido. Los bajos tipos de interés hacen que las empresas también se hayan endeudado, especialmente en EE. UU., con recompras de acciones en el caso de grupos de gran capitalización, por ejemplo, o con emisiones de deuda en el terreno *high-yield*.

Pero China constituye el mayor riesgo, a mi parecer. China reaccionó a las turbulencias del mercado financiero del verano de 2015 y principios de 2016 destinando más crédito a la economía, para calmar las cosas. La deuda corporativa representa ahora un 170% del PIB, y el crédito total supera probablemente el 250% del PIB, muy elevado para un país en la etapa de desarrollo de China. El Banco de Pagos Internacionales indicó hace poco que China tiene una elevada brecha en el ratio crédito/PIB, y se ha vuelto un «alto riesgo» en este sentido. Los bancos chinos están expuestos naturalmente a ello. Las autoridades tienen los medios para que la función siga durante uno o dos años más, y están empezando a frenar los préstamos excesivos y la especulación financiera, con la esperanza de que sus esfuerzos no tengan un efecto negativo significativo en la economía en general. Sin embargo, podría llegar el día del ajuste de cuentas.

¿Y los bancos europeos?

Los bancos europeos se encuentran en una curva alcista. Aparte de ciertos problemas de calidad de los activos en algunos países, sobre todo Italia, los grandes bancos están relativamente bien capitalizados y su rentabilidad mejora, a lo que contribuye la recuperación económica de la zona euro. Incluso las revisiones al alza de los beneficios del sector han igualado las del mercado bursátil en general este año (+5% según estimaciones de beneficios futuros).

El sector también ha experimentado un saneamiento significativo últimamente. La absorción de Banco Popular por Banco Santander en España fue aclamada como un «rescate de libro»

GRÁFICO 1: CORRELACIÓN ENTRE EL S&P 500 BANKS Y EL RENDIMIENTO DEL BONO AMERICANO A 10 AÑOS



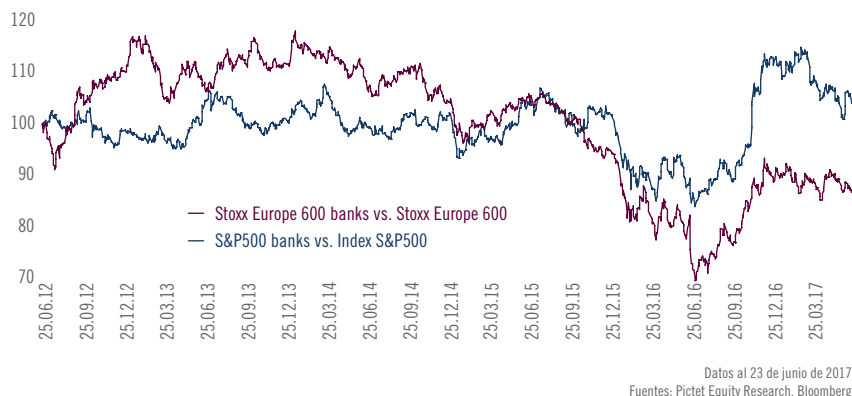
por la Junta Única de Resolución, establecida por las autoridades europeas para ocuparse de los bancos con problemas. Básicamente, los reguladores europeos asumieron el control de Banco Popular a principios de junio, anulando a los accionistas y bonistas junior del banco, y lo vendió en un plazo de 24 horas al Santander por el precio simbólico de un euro. La operación se realizó sin tropiezos y podría servir de modelo para otros bancos fallidos. Pero, después, se aprobó el rescate estatal de Banca Monte dei Paschi. Este uso de dinero del contribuyente para permitir la cesión de las partes buenas de dos bancos de Veneto a Intesa Sanpaolo y evitar perjudicar a los bonistas antes de la liquidación no siguió el nuevo libro de normas, lo que indica que la unión bancaria europea todavía tiene que progresar.

En general se espera que el Banco Central Europeo (BCE) endurezca su política este año. ¿Cómo afectará eso a los bancos europeos?

Con la mejora de la economía, al BCE debería serle más fácil anunciar una vía para retirar el apoyo de liquidez a los mercados el año próximo, pero cualquier señal de que el BCE está retirando apoyo monetario tendrá que ser vigilada atentamente porque podría llevar a un aumento del diferencial de la deuda pública en algunos países periféricos, con repercusiones para sus bancos.

Se habla también de que el BCE podría cambiar su política de tipos de interés negativos, que ha dejado el tipo de la facilidad de depósitos para los bancos en un -0,40% desde marzo de 2016. El efecto de los tipos negativos ha sido mixto. Introducidos para impulsar los préstamos y la inflación, han gravado a los bancos con el mayor exceso de reservas (generalmente bancos en países *core* de la zona euro), puesto que a la mayoría de los clientes no se les cobraba por sus depósitos bancarios, de modo que incluso un ajuste pequeño en el tipo de los depósitos podría tener un efecto positivo en los márgenes financieros netos de los bancos y contribuir a mejorar el sentimiento hacia el sector.

GRÁFICO 2: RENTABILIDAD RELATIVA DE LOS BANCOS AMERICANOS Y EUROPEOS DESDE 2012



En un asunto a más largo plazo, ¿qué opina Ud. sobre la desintermediación o, en otras palabras, la reducción del papel de los bancos como intermediarios en las operaciones financieras?

Probablemente sea más un problema para Europa, donde la financiación del mercado de capitales está menos desarrollada que en EE.UU. Pero Europa puede ponerse al día, con la ayuda de los esfuerzos de la UE por construir una «unión de mercados de capitales». El *bretxit* ha complicado estos esfuerzos, pero existe claramente la ambición de facilitar el que diversos tipos de deuda tengan acceso a fuentes de financiación distintas de los préstamos bancarios.

La experiencia de EE.UU. durante los últimos 30 años demuestra que el desarrollo de la financiación del mercado puede ir de la mano de la concentración bancaria. Pero la profundización de aquel mercado también ha permitido que las instituciones financieras descarguen parte de su balance, mejorando con ello la rentabilidad de los activos y el capital. El proceso probablemente no será muy diferente en Europa, donde la desintermediación podría estimular una nueva oleada de consolidación transfronteriza, como sostienen los CEO de algunos bancos. La desintermediación también podría mejorar los ingresos de los bancos basados en comisiones en detrimento de los márgenes por intereses. Las actividades de gestión bancaria de activos y banca de inversión podrían beneficiarse asimismo. ■



NADIA GHARBI

Economista para Europa
Pictet Wealth Management

ECONOMÍA SUIZA

El BNS mantiene la guardia

Habiendo superado el «Frankenshock», la economía suiza está a punto de experimentar un repunte del crecimiento y de la inflación. Pero el Banco Nacional Suizo se enfrenta a varios desafíos.

Suiza ha resistido mejor de lo esperado a la fuerte subida del franco suizo a principios de 2015, el denominado «Frankenshock». El PIB real aumentó un 1,3% en 2016, pero prevemos que la economía suiza crezca un 1,4% en 2017 y un 1,7% en 2018, lo que sigue siendo inferior a su potencial.

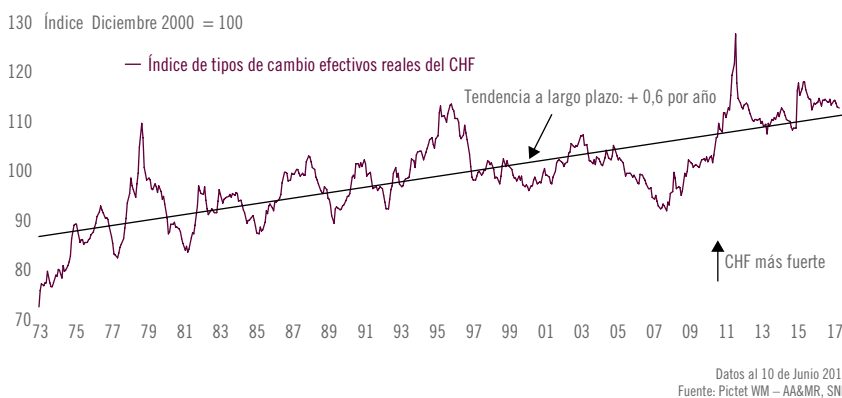
La demanda interna tendrá probablemente un impacto muy positivo en el crecimiento este año y, aunque la fortaleza del franco seguirá lastrando las exportaciones, es probable que el efecto se atenúe un poco y podría verse compensado parcialmente por una demanda global más fuerte. El año pasado, la buena evolución de las exportaciones suizas se debió principalmente a los sectores farmacéutico y químico. Siempre y cuando no se produzca otra apreciación significativa de la moneda, este año el crecimiento de las exportaciones podría ser más generalizado. La situación en el mercado laboral continúa mejorando, pero a ritmo moderado. La tasa de paro ha caído al 3,3% desde un máximo del 3,5% a mediados de 2016. No obstante, las empresas siguen cautelosas a la hora de contratar personal nuevo, en particular en el sector manufacturero.

Se espera que la inflación general suiza vuelva a ser positiva después de varios años en los que el abaratamiento de las materias primas y el franco suizo la mantuvieron en territorio negativo. Esperamos que la tasa de inflación alcance una media de +0,5% este año y de +1,0% en 2018. Los precios de la vivienda continúan aumentando, pero a un ritmo menor que antes.

Desde que se abandonó el tipo de cambio mínimo frente al euro a principios de 2015, el Banco Nacional Suizo (BNS) ha mantenido sin cambios su política monetaria acomodaticia, que se basa en dos pilares principales: un tipo de interés negativo (actualmente en -0,75%) y su disposición a intervenir en el mercado de divisas, si es necesario. El año pasado, esta política monetaria llevó al banco central a comprar divisas por un valor aproximado de 67.000 millones de CHF. En conjunto, incluyendo los cambios de valoración y los ingresos por intereses y dividendos, las reservas de divisas del BNS aumentaron en 86 millones de CHF en 2016.

En el corto plazo, es improbable que el BNS haga cambios significativos en su política monetaria. Aunque subiendo ligeramente, la inflación sigue estando cerca de cero y la brecha de producción es negativa. Por otra parte, el BNS sigue considerando que el franco suizo está «notablemente sobrevalorado». Finalmente, siendo una economía pequeña y abierta, Suiza depende fuertemente de los acontecimientos externos. En consecuencia, es improbable que el BNS se adelante al Banco Central Europeo (BCE) en la normalización de su política monetaria. Conforme a nuestras expectativas de una retirada gradual de la relajación cuantitativa por parte del BCE, el BNS podría proceder a su primera subida de tipos a mediados de 2018. Mientras tanto, las intervenciones en el mercado de divisas seguirán siendo probable-

ÍNDICE DE TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES DEL CHF



mente la herramienta política preferida para contrarrestar la excesiva presión alcista sobre el franco suizo.

PÉRDIDAS POR LA DIVISA

Aparte de salir del territorio de los tipos de interés negativos, el BNS se enfrenta también a varios desafíos. El banco central tiene las terceras mayores reservas de divisas del mundo. Su balance se ha multiplicado por siete desde la crisis financiera y esto afecta ahora al PIB sui-

zo. Al ser una moneda refugio, el franco suizo sigue siendo vulnerable a las presiones alcistas, lo que obliga periódicamente al BNS a intervenir en el mercado de divisas. Por lo tanto, uno de los mayores desafíos del BNS será el hacer frente a un creciente balance. Otro desafío son las fluctuaciones de sus resultados anuales. El balance del BNS está más expuesto que antes a la volatilidad del mercado, en particular a las fluctuaciones de los tipos de cambio. No puede

descartarse la posibilidad de que sufra pérdidas, pues el BNS no cubre el riesgo de fluctuaciones monetarias, porque esto causaría una apreciación del franco. Unas pérdidas ocasionales no representan un problema fundamental para el BNS ya que podría seguir operando aunque sus fondos propios se volvieran negativos durante un determinado período. Pero cuanto más dure la sobrevaloración, más complicada será la situación para el BNS. ■



PASCAL FRANC
Gestor senior
Pictet Wealth Management

RENTA VARIABLE SUIZA

Cara, pero vale la pena

La fuerte rentabilidad del mercado suizo en los últimos años se debe a una serie de títulos muy adaptables en un entorno empresarial atractivo. ¿Pero puede esto durar?

El índice de referencia Swiss Performance Index (SPI) ha generado una rentabilidad total un 2% de media anual superior a la del MSCI World durante los 30 últimos años (en CHF), prolongándose esta evolución superior en 2017. Tras la fuerte rentabilidad del índice está una serie de empresas de alta calidad capaces de producir rentabilidades tanto en los buenos como en los malos tiempos, y que se benefician de los puntos fuertes de Suiza a largo plazo, en términos de infraestructuras, educación, impuestos y estabilidad política.

Las empresas del SPI suelen tener modelos de negocio bien equilibrados, capaces de superar las distintas fases del ciclo económico y de producir productos innovadores que tienen una reputación de fiabilidad. Suelen tener perfiles financieros sólidos, con fuertes flujos de efectivo, excelentes controles de costes, y políticas de dividendos sostenibles. Por muy diversas que sean, las empresas del SPI han estado a la vanguardia de la internacionalización, centrandose a menudo su expansión en mercados de rápido crecimiento. La empresa de ascensores Schindler, por

SWISS PERFORMANCE INDEX VS. MSCI WORLD INDEX, DESDE 1986 HASTA EL 16 DE JUNIO DE 2017



Fuente: Bloomberg, 20 de junio de 2017

ejemplo, está presente en China desde los años 80.

Las empresas suizas han demostrado también su adaptabilidad por la forma en que han manejado la fortaleza del franco suizo, especialmente tras el «Frankenshock» de principios de 2015, cuando el Banco Nacional Suizo dejó de intentar mantener un tipo máximo de cambio para el franco suizo frente al euro débil. Las empresas suizas no sufrieron ningún colapso, a pesar del declive de los ingresos denominados en CHF, en gran parte porque los costes denominados en francos son menores en el caso de multinacionales con sede en Suiza, como Nestlé (apenas un 2% de sus costes totales se registran en Suiza), Clariant (4%) y Novartis (10%). A pesar de la moneda fuerte, las exportaciones de productos volvieron a aumentar el año pasado, con la debilidad del sector relojero compensada por los sectores farmacéutico y químico, menos sensibles a los precios, que representan más del 40% de las exportaciones suizas.

Pero la calidad no suele ser barata,

y esto se aplica sin duda alguna a los títulos suizos. Últimamente, las valoraciones relativas del SPI han estado cerca de su máximo nivel de los 10 últimos años. Pero con una recuperación europea en curso y la estabilización del franco (aunque a un nivel elevado), es probable que las empresas del SPI obtengan buenos resultados este año, con un crecimiento del beneficio por acción (BPA) en torno al 16% estimado para 2017. Consideramos que hay varios títulos de gran capitalización en el SPI con catalizadores atractivos y que siguen presentando un potencial alcista, además de otras empresas sólidas, pero también con fuertes valoraciones, que valdría la pena tener en cuenta como un atractivo punto de entrada.

El índice SPI Mid & Small Caps (SPISMC) está formado por unas 180 empresas que representan en torno al 18% de la capitalización bursátil total suiza. Este índice ha superado a los índices globales aún más notablemente que el SPI, con una tasa anual compuesta de crecimiento superior al 10%

en los 20 últimos años, en comparación con el 5% del MSCI World. Y en realidad, su rentabilidad relativa superior se ha acelerado desde el «Frankenshock».

A diferencia del SPI, dominado por títulos defensivos de áreas tales como farmacéuticas, química y finanzas, el SPISMC contiene una gran cantidad de títulos principalmente cíclicos y, por lo tanto, algo ilíquidos y algo volátiles. Las estimaciones del BPA de las pequeñas y medianas capitalizaciones suizas (+19% en 2017) conllevan una prima sólida que refleja su reciente éxito, pero también sugiere que las valoraciones podrían estar disparándose. Analizando las proyecciones de crecimiento de los ingresos y EBIT (beneficios antes de intereses e impuestos), muchos títulos cíclicos de mediana capitalización parecen estar descontando un escenario de crecimiento sostenible a lo largo de los 10 próximos años. Esto es muy optimista, y hay poco margen para decepciones en lo que respecta a los títulos cíclicos suizos de pequeña y mediana capitalización, independientemente de su calidad. ■



LAURÉLINE CHATELAIN

Estratega en Renta Fija
Pictet Wealth Management

BONOS CORPORATIVOS

Los riesgos para los bonos *high yield* americanos están aumentando

Un aumento de la volatilidad, precios del petróleo inestables y condiciones de crédito más restrictivas amenazan un sector cada vez más caro.

El *high yield* americano ha evolucionado con fuerza, registrando el índice BofA Merrill Lynch (BoAML) US High Yield una rentabilidad total del 7% (en USD) desde la elección de Donald Trump en noviembre de 2016 hasta el 26 de junio de 2017. Suele haber un buen grado de correlación positiva entre la evolución del *high yield* y de la renta variable (en otras palabras, ambos tienden a subir a la vez). A modo de ejemplo, el S&P 500 rindió

un 14% durante el mismo período.

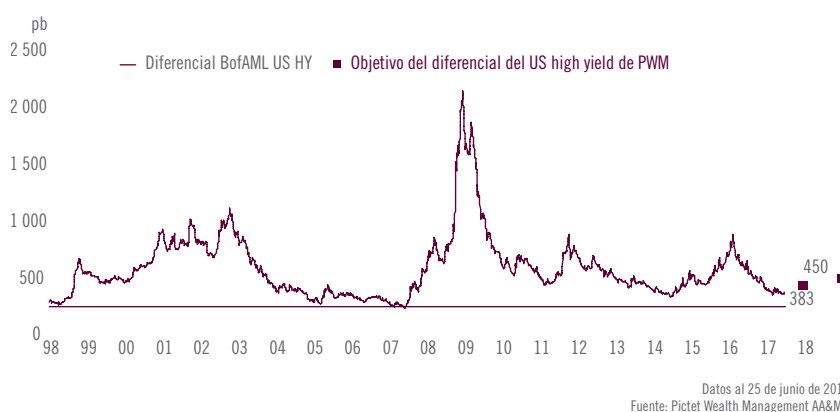
El rendimiento del *high yield* americano puede dividirse en dos componentes principales. El primero es el tipo de interés libre de riesgo, equivalente al rendimiento del *US Treasury* con vencimiento a cinco años, similar a la duración media del índice BofAML US High Yield. El segundo componente es el diferencial crediticio, que representa la prima que los inversores exigen por asumir un riesgo de crédi-

to suplementario. Junto con el cupón, el diferencial crediticio determina la parte principal de la rentabilidad total de un bono *high yield*.

Debido a su estrecha correlación con la renta variable, los bonos *high yield* americanos son muy sensibles a los movimientos de la volatilidad del índice S&P 500 VIX (VIX), y los diferenciales respecto a los *US Treasuries* se amplían cuando repunta la volatilidad. El *high yield* americano también se ve afectado por el ritmo de crecimiento macroeconómico americano y global; sus diferenciales se reducen cuando la economía se acelera y aumentan cuando el ritmo de crecimiento se ralentiza. La gran proporción que representa el sector energético en el índice US High-Yield (14%), principalmente productores de petróleo de esquisto, hace que sea especialmente sensible a los precios del petróleo. Los diferenciales del *high yield* americano aumentan cuando el precio del petróleo baja de forma significativa, como sucedió a principios de 2016, cuando el precio registró un mínimo de 26 USD el barril. Una nueva caída del precio del petróleo por debajo de 40 USD/barril (el 26 de junio el precio del petróleo West Texas Intermediate era inferior a 44 USD) podría constituir un riesgo para el comportamiento del *high yield* americano si diera lugar a más impagos entre los emisores energéticos.

La tasa de impago es importante al calcular la rentabilidad total del *high yield* americano, ya que dicha tasa

DIFERENCIAL DEL BOFAML US HIGH YIELD Y OBJETIVO DEL DIFERENCIAL DE PICTET WEALTH MANAGEMENT PARA FINALES DE 2017 Y DE 2018



implica para los inversores una pérdida equivalente al valor principal del bono menos la tasa de recuperación obtenida una vez que todos los activos de la empresa se han liquidado. La tasa de impago del *high yield* americano ascendía al 3,9% en mayo 2017 y, según los cálculos de Moody's basados en las tendencias actuales, podría seguir disminuyendo hasta cerca del 2,7% a finales de 2017.

Históricamente, las condiciones de los préstamos a medianas y grandes empresas son un indicador adelantado significativo del ciclo de impagos. Unas condiciones crediticias menos restrictivas suelen impulsar el crecimiento del crédito. Pero las condiciones de los préstamos tienden a ser más restrictivas cuando la Reserva Federal americana (Fed) endurece su política monetaria. Habiendo subido los tipos tres veces desde finales de 2015, preveemos que la Fed suba los tipos básicos otra vez en 2017 y tres veces más en 2018, aunque también podría empezar a reducir su balance (en 30.000 millones de USD en 2017 y 379.000 millones de USD en 2018, según nuestras estimaciones).

LA TASA DE IMPAGO AUMENTARÁ

Al mismo tiempo, resulta menos probable que el Congreso de EE.UU. apruebe alguna medida significativa fiscal o de gasto, y esperamos sólo un estímulo fiscal equivalente al 1% del PIB americano a partir de 2018. Por lo tanto, es improbable que la política fiscal estimule el crecimiento económi-

co americano lo suficiente como para compensar el enfriamiento inducido por la postura más restrictiva de la Fed. En consecuencia, estimamos que la tasa de impago del *high yield* americano podría llegar en torno al 5% a finales de 2018.

En Pictet Wealth Management, hemos desarrollado un modelo multifactorial de los diferenciales crediticios del *high yield* americano que nos ayuda a predecir los niveles de dichos diferenciales en base a los factores anteriormente mencionados, así como en función de nuestro escenario macroeconómico para 2017-2018 (véase gráfico). Suponiendo que el VIX permanezca en el bajo nivel actual en torno a 10, el diferencial del *high yield* americano podría ampliarse desde su nivel del 26 de junio de 383 puntos básicos (pb) respecto a los *Treasuries* hasta un rango de 420-450 pb a finales de 2017 y 500 pb a finales de 2018. No obstante, si el nivel de volatilidad implícita subiera en torno a 14, el diferencial del *high yield* americano podría aumentar aún más.

Dado que preveemos un aumento del rendimiento de los *US Treasuries*, esta ampliación daría lugar a rentabilidades totales negativas en el *high yield* americano. Y los inversores deben recordar que el rendimiento del *high yield* americano se vuelve particularmente ilíquido en épocas de tensión en el mercado. Dado que esto dificulta notablemente la cancelación de posiciones, Pictet Wealth Management ha adoptado una postura bajista en este mercado. ■

420-450pb

Nuestra estimación del diferencial del HY en USD al final de 2017



EDGAR VAN TUYLL

Jefe de estrategia cuantitativa
Pictet Wealth Management

INVERSIÓN CUANTITATIVA

¿Le gustaría que su dinero lo gestionara una rata?

Hay quien cree que está próximo el día en el que los mercados estén dominados por algoritmos y datos. Pero la automatización tiene sus límites; siempre habrá margen para el factor humano.

Gracias al aumento exponencial de la potencia informática, los adelantos teóricos y algunos resultados impresionantes en el mundo real en campos ajenos a la inversión financiera, el aprendizaje automático está experimentando un renacimiento. Los activos mantenidos por *hedge funds* asistidos por ordenador se duplicaron hasta alcanzar 918.000 millones de USD en los 8 años hasta el final de 2016, según el *HFR Global Hedge Fund Report*.

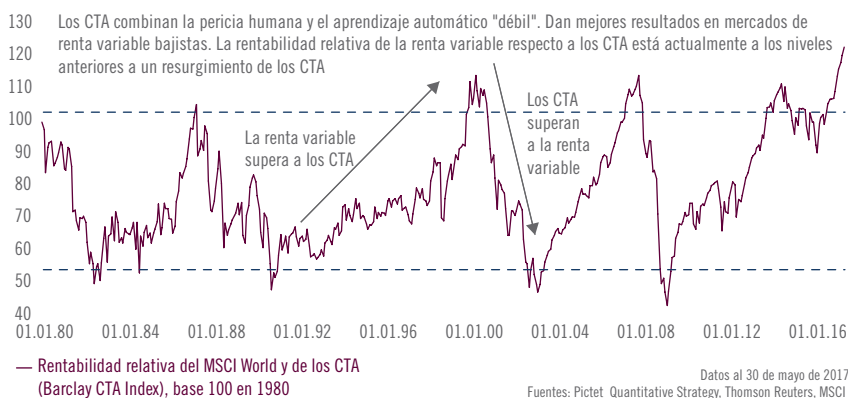
La última incursión del aprendizaje automático (una rama de la inteligencia artificial –IA– que dota a los ordenadores de capacidad para aprender sin estar programados expresamente) en la inversión se produjo a principios de los años 90, cuando los fondos cuantitativos empezaron a hacer un uso extensivo de la IA «débil» (máquinas centradas en una tarea limitada y con cierta predisposición a aprender de datos nuevos). Desde entonces, el potencial para que el aprendizaje automático

encuentre en los datos digitales señales para operar sigue generando un enorme interés, justificado en nuestra opinión. Pero aunque nos parece probable que algunos fondos cuantitativos establecidos (que aplican la IA débil a problemas específicos bajo la supervisión de expertos) sigan creciendo con rapidez, creemos que imperarán formas más nuevas de inversión cuantitativa basadas en una IA «fuerte» (cuando la máquina puede aplicarse por sí misma a todo problema por su cuenta, sin intervención humana).

Primero, las máquinas, como las personas inexpertas, tienden a usar modelos basados en tendencias anteriores que en realidad son inadecuados para predecir el futuro. Es revelador que Quantopian, una plataforma pública *on-line* cuyos miembros desarrollan y usan programas de *trading* informatizados, hasta ahora ha invertido en tan solo 15 estrategias cuantitativas, pese a que tiene unos 120.000 miembros.

Segundo, mientras que el *trading* algorítmico ha progresado a grandes pasos y las estrategias de seguimiento de tendencias basadas en modelos cuantitativos han rendido un 9,5% anualizado desde 1980 (usando el índice Barclay Hedge CTA como referencia), las rentabilidades se han situado en un decepcionante 0,5% anualizado desde 2009 mientras la relajación monetaria junto con una volatilidad anormalmente baja y unas correlaciones elevadas reducen las oportunidades. Las carteras equilibradas tradicionales se comportaron mucho mejor. Y aunque algunos fondos de selección cuantitativa continúan comportándose bien, conviene recordar que este subsegmento tuvo muchos problemas en agosto de 2007, un año antes del “crash” financiero, entre otros motivos porque todos los fondos te-

RENTABILIDAD RELATIVA DE LOS CTA Y DE LA RENTA VARIABLE, 1980-2017



nían estrategias muy apalancadas, casi idénticas. Desde entonces, los gestores cuantitativos han aprendido a evitar esto, pero las máquinas basadas solo en *back tests* sin explicaciones fundamentales pueden cometer errores de principio similares.

SIMBIOSIS CON EL SER HUMANO

Tercero, cada vez que ha aparecido una nueva tecnología revolucionaria (motores de vapor, electricidad, energía atómica), se ha creído que llegaría a sustituir a los trabajadores. Pero, cada vez, el mundo ha resultado mucho más complejo; en lugar de sustituir a los humanos, la simbiosis entre estos y las máquinas siempre ha resultado necesaria para avanzar. Esto vale también para la gestión de inversiones.

Un cuarto problema tiene que ver con el propio aprendizaje automático. El aprendizaje automático puede examinar cuidadosamente masas de datos y aportar recomendaciones de inversión basadas en precios históricos, rendimiento de la empresa o evolución macroeconómica. Pero el aprendizaje automático no es 100% exacto. ¿Cuál es el índice de error y qué índice es tolerable para los inversores cuando una máquina no puede justificar sus errores? Todavía no lo sabemos. Solo sobre esta base, el aprendizaje automático justifica la necesidad de una continua interacción humana. El aprendizaje automático puede usarse para buscar relaciones entre datos a menudo muy dispares. Pero no tendría sentido poner una fe ciega en las máquinas y operar conforme a ella.

Las limitaciones de la tecnología son el quinto problema. Las redes neuronales artificiales son un modelo computacional utilizado en el aprendizaje automático. Como otros métodos de aprendizaje automático que no requieren programación expresa, las redes neuronales pueden usarse para una gran variedad de tareas como la visión por ordenador y el reconocimiento de voz, que son difíciles de lograr para una programación ordinaria basada en reglas. Pero las redes neuronales solo son capaces de replicar aproximadamente el mismo número de conexiones cerebrales (sinapsis) que una rata (160.000 millones), todavía muy por debajo de las existentes en un cerebro humano medio (estimadas en adultos en 100-

500 billones). ¿Le gustaría que su dinero lo gestionara una rata?

UN SABIO IDIOTA

Algunos de los principales expertos en IA del mundo, como el profesor Qiang Yang de la Universidad de Ciencia y Tecnología de Hong Kong, reconocen de buen grado que existen condiciones en las que la IA funciona mal: por ejemplo, en entornos con escasez de datos previos profundos, o de reglas establecidas o modos de medir el éxito. La IA funciona actualmente como un sabio idiota especializado en una sola área, no un erudito. Esto indica que la IA puede no ser especialmente útil para ayudar a un *hedge fund* a invertir dinero sin pericia humana. La gestión diaria, un planteamiento con visión de conjunto, la creatividad, y el establecimiento de relaciones significativas son algunas de las áreas en las que la IA puntúa mal. Como escribía el profesor Yang en un número reciente de *Pictet Report* (Invierno 2016), «Los robots no pueden aprender por sí mismos, ni pueden innovar como hacen los seres humanos (...). Los ordenadores no sustituirán completamente a los seres humanos, que seguirán siendo los innovadores. Los robots serán los ayudantes que asesoren a los humanos que tomen las decisiones.»

E incluso las supercomputadoras más potentes que existen están muy lejos de resolver los problemas computacionales más complejos en áreas como la genómica y las finanzas. Algunos observadores creen que para dar el próximo paso harán falta ordenadores cuánticos que operen sobre unos principios totalmente diferentes de los tradicionales. Pero los ordenadores cuánticos están todavía en sus comienzos. Un ordenador cuántico realmente útil tendrá que resolver problemas difíciles como la misma cuestión técnica de la «decoherencia cuántica». Tendrá también que añadir muchos más qubits (bits cuánticos, considerados los componentes de la informática cuántica), porque la computación cuántica está creciendo exponencialmente, avanzando a un ritmo del doble de la potencia del número de qubits disponibles. Aunque ya parezca que la IA va a revolucionar el mundo de la inversión, los gestores de activos aún tendrán trabajo durante mucho tiempo. ■

EL RÁPIDO CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN CUANTITATIVA

Los fondos cuantitativos son el segmento de más rápido crecimiento del sector de la inversión, llegando a cerca de un billón de USD de activos en 2016, según el *HFR Global Hedge Fund Report* (HFR). Estos fondos funcionan con algoritmos, fórmulas matemáticas cuya finalidad es reducir la necesidad de juicio humano replicándolo o desarrollando nuevas formas de toma de decisiones.

Los fondos cuantitativos incluyen los de beta inteligente (un versión de fondos indexados que va más allá de los criterios de capitalización bursátil), beta alternativa (una versión larga/corta de la beta inteligente), y *hedge funds* cuantitativos (muchos de ellos fondos que siguen tendencias). Los fondos cuantitativos registraron las mayores entradas de todos los *hedge funds* en 2016, según el HFR, y los de beta inteligente fueron el segmento de ETF con más rápido crecimiento el año pasado.

Recientemente, algunos *hedge funds* cuantitativos han estado experimentando con aprendizaje automático “puro” en el que una máquina aprende a invertir basándose en su análisis de datos recopilados y sin intervención humana, al menos después de su formación inicial.

Colaboradores: Christophe Donay, Lauréline Chatelain, Cesar Perez Ruiz, Frederik Ducrozet, Jean-Pierre Durante, Frank Bigler, Gregory Kunz, Yann Goffinet, Luca Desantis, Edgar van Tuyl, Pascal Franc, Christopher Seilern y Nadia Gharbi.

Edición: Isidore Ryan. Terminado de redactar el 30 de junio de 2017.

Traducción: Isabel Alvarez, Nieves Garcia.

Maquetación: Stéphane Bob, Forth Studio **Papel:** Impreso en papel certificado FSC.

Distribuidores: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) SA

Aviso: La presente comunicación comercial no está destinada a personas o entidades que sean nacionales de, o residentes en, o estén domiciliadas o registradas en un país o jurisdicción donde su distribución, publicación, puesta a disposición o uso sean contrarios a la legislación o reglamentación vigente.

La información, los datos y los análisis contenidos en este documento se proporcionan a título informativo exclusivamente. No constituyen ningún tipo de recomendación, general o adaptada a las circunstancias personales de ninguna persona. A no ser que se especifique lo contrario, toda la información relativa a precios es solo indicativa. Ninguna entidad del grupo Pictet asumirá ninguna responsabilidad en relación con dicha información, la cual no constituye una oferta o invitación para comprar, vender o suscribir títulos u otros instrumentos financieros. La información contenida en el presente documento no es el resultado de un análisis financiero en el sentido de las Directivas de la Asociación Suiza de Banqueros relativas a la Independencia de la Investigación Financiera, ni de una investigación de inversiones realizada a efectos de lo dispuesto en la MiFID de la UE. Toda la información y las opiniones presentadas en este documento se han obtenido de fuentes consideradas fiables y de buena fe, pero no se realiza ninguna declaración ni se da ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad.

Excepto en el caso de determinadas obligaciones que pueda tener alguna entidad del grupo Pictet con el destinatario del presente documento, el destinatario deberá considerar la idoneidad de la transacción en función de sus objetivos individuales y evaluar de forma independiente, con un asesor profesional, los riesgos financieros específicos, así como las consecuencias legales, regulatorias, crediticias, fiscales y contables.

Por otra parte, la información, las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente documento reflejan una evaluación a la fecha de su publicación inicial y pueden ser objeto de cambios sin previo aviso. El grupo Pictet no tiene la obligación de actualizar o mantener al

día la información aquí contenida. En caso de que el presente documento se refiera al valor y al rendimiento de uno o varios títulos o instrumentos financieros, se basa en cotizaciones proporcionadas por fuentes habituales de información financiera, que pueden sufrir fluctuaciones. El valor de mercado de los instrumentos financieros puede variar en función de cambios de orden económico, financiero o político, del plazo residual, de las condiciones del mercado, de la volatilidad y de la solvencia del emisor o de la del emisor de referencia. Algunas inversiones pueden no ser fácilmente realizables, dado que el mercado de valores puede ser ilíquido. Además, los tipos de cambio pueden tener un efecto positivo o negativo sobre el valor, el precio o el rendimiento de los títulos o de las inversiones correspondientes, que se mencionan en el presente documento. Al invertir en mercados emergentes, conviene tener en cuenta que la situación política y económica de esos países es significativamente menos estable que la de los países industrializados. Están mucho más expuestos a los riesgos de rápidos cambios políticos y reveses económicos.

Las rentabilidades pasadas no deben considerarse una indicación o garantía de la futura rentabilidad y las personas destinatarias de este documento son totalmente responsables de sus eventuales inversiones. No se proporciona ninguna garantía expresa o implícita en cuanto a futuras rentabilidades. Por otra parte, las proyecciones no son un indicador fiable de futuras rentabilidades.

El contenido del presente documento solo podrá ser leído y/o utilizado por la persona a quien va dirigido. El grupo Pictet no será responsable de la utilización, la transmisión o la explotación del contenido de este documento. Por consiguiente, cualquier forma de reproducción, copia, divulgación, modificación y/o publicación del contenido será exclusivamente bajo la responsabilidad del destinatario del presente documento, eximiendo de toda responsabilidad al grupo Pictet. El destinatario del presente documento se compromete a respetar las leyes y las reglamentaciones aplicables en las jurisdicciones en las que pueda tener que utilizar los datos reproducidos en este documento.

El presente documento ha sido publicado por Banque Pictet & Cie SA. Esta publicación y su contenido pueden citarse a condición de que se indique la fuente. Todos los derechos reservados. Copyright 2017. Banque Pictet & Cie SA es una entidad establecida en Suiza, con licencia exclusiva obtenida con arreglo a la legislación suiza y, por consiguiente, sujeta a la supervisión de la autoridad de supervisión de los mercados financieros suizos (FINMA).

